

PERSPECTIVES OSTRUM FÉVRIER 2023

Conclusions du comité d'investissement stratégique
mensuel

Amplifier votre
pouvoir d'agir

VUES ÉCONOMIQUES

TROIS THÉMATIQUES POUR LES MARCHÉS

1 POLITIQUE MONÉTAIRE

Les Banques centrales (Fed, BCE) maintiennent le cap du resserrement monétaire.

Un arrondi haussier du taux terminal apparaît désormais possible.

La question essentielle reste néanmoins la durée de la politique restrictive.

2 INFLATION

L'inflation reflue lentement aux États-Unis comme en Europe. Toutefois, l'inflation sous-jacente reste élevée.

En zone euro, le plafonnement des prix de l'énergie accentue la désinflation, au risque de pérenniser les pressions sous-jacentes.

Une désinflation « transitoire » constitue un risque significatif.

3 CROISSANCE

Les publications économiques indiquent un ralentissement cet hiver.

Cependant, le scénario d'une récession profonde est aujourd'hui écarté.

Le marché du travail reste bien orienté notamment en Amérique du Nord.

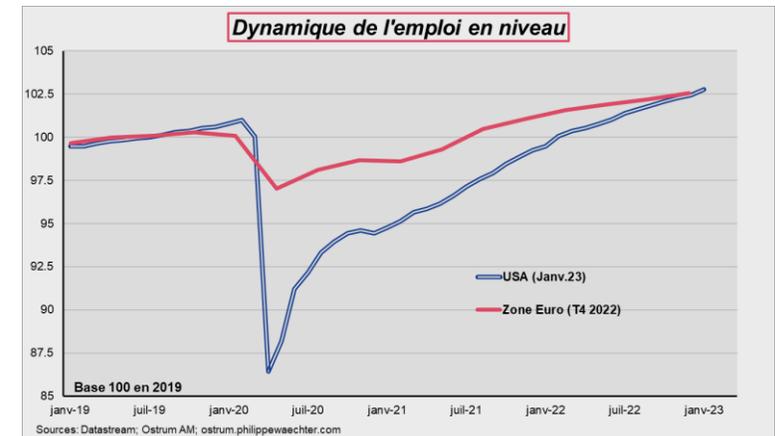
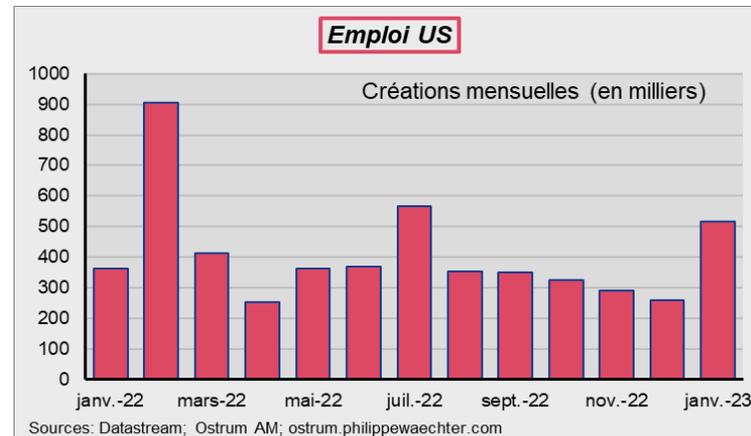
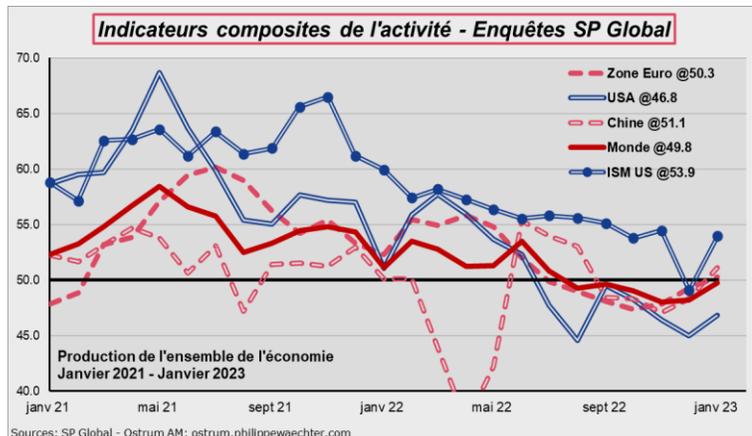
	Anticipations 2023										
	2022	Croissance (Moy. Annuelle)					Inflation (CPI)				
		Consensus Bloomberg		Ostrum			Consensus Bloomberg		Ostrum		
		Consensus	Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus	Attentes	Variation sur 3 mois	Attentes	Ecart au consensus	
Etats-Unis	2.0	0.6	0.2	↑	0.5	-0.1	3.8	-0.4	↓	3.5	-0.3
Zone Euro	3.3	0.4	0.5	↑	0.4	0.0	5.6	-0.3	↓	5.9	0.3
Royaume-Uni	4.1	-0.7	-0.1	↓	-0.2	0.5	6.8	0.3	↑	6.0	-0.8
Japon	1.3	1.3	-0.1	↓	1.3	0.0	2.0	0.4	↑	1.8	-0.2
Chine	3.0	5.2	0.4	↑	4.0	-1.2	2.4	0.0	→	1.5	-0.9

Source : Bloomberg & Ostrum

Éco

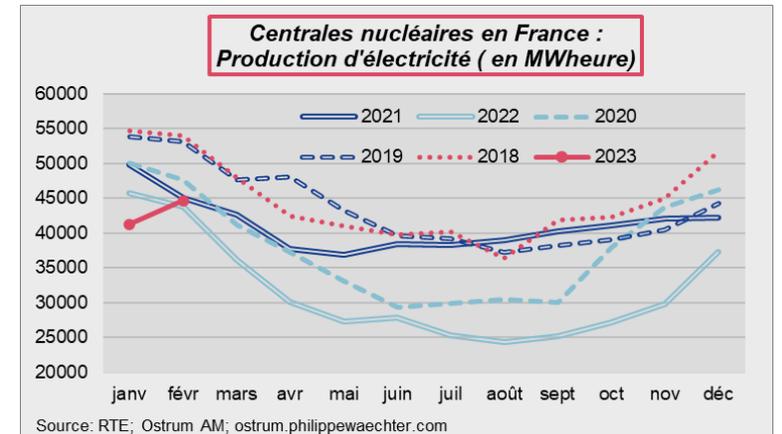
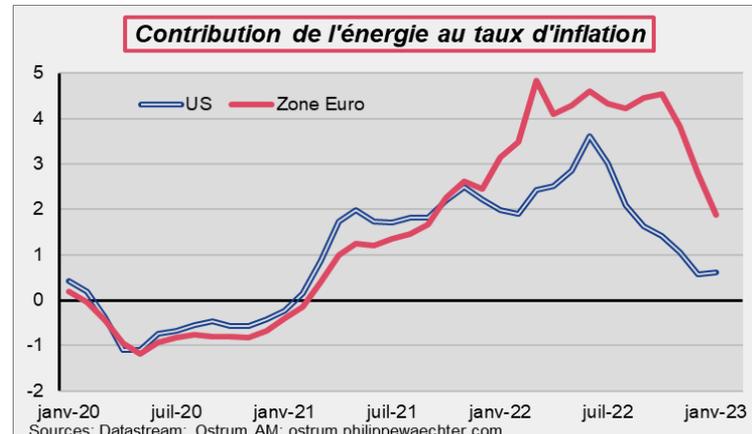
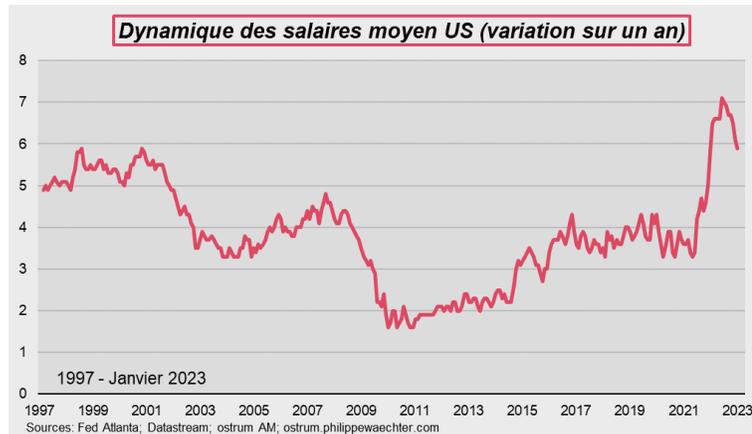
POINTS MACROÉCONOMIQUES : ACTIVITÉ

- Après l'alerte de décembre, notamment aux USA, les enquêtes auprès des chefs d'entreprises apparaissent sous un jour plus positif en janvier.
- L'indice ISM qui synthétise les secteurs manufacturier et de services est revenu largement au-dessus du seuil de 50. C'est d'ailleurs une caractéristique des indicateurs américains en janvier : ils rebondissent tous fortement, éloignant de fait les risques de récession qui pouvaient poindre à la fin de l'an dernier.
- Pour illustrer cet aspect, les créations d'emplois ont été très importantes en janvier 23, cassant la tendance plutôt baissière observée auparavant. C'est pour des aléas de ce type que la Fed ne veut pas prendre le risque d'assouplir trop vite sa politique monétaire.
- En Chine, l'indice synthétique repasse au-dessus de 50. C'était attendu après le relâchement de la politique zéro-covid. Dans le détail, le rebond n'est pas spectaculaire dans l'industrie ; il l'est davantage dans les services. L'impact d'impulsion sur le reste du monde sera modeste à court terme.
- En zone euro, l'indice efface son passage en territoire négatif. Cela traduit le prix bas de l'énergie autour de la fin 2022. Ce qui sera essentiel en 2023 portera sur l'investissement des entreprises, un peu mis à mal par le resserrement monétaire, et la dynamique de l'emploi qui soutient le comportement des ménages.



POINTS MACROÉCONOMIQUES : INFLATION ET POLITIQUES ÉCONOMIQUES

- L'inflation va ralentir mécaniquement au sein des pays développés.
- Le repli de la contribution du prix de l'énergie va continuer parce que les tensions avaient été fortes au printemps 2022 après l'invasion de l'Ukraine par la Russie.
- Ce repli est néanmoins en trompe l'œil. Les taux d'inflation sous-jacent ne baissent pas aussi rapidement, et c'est sur eux que les Banques centrales se plongent.
- Aux US, le taux de salaire commence à ralentir, ce qui est un facteur favorable, puisque cela limite le risque de persistance de l'inflation. Cependant la Fed continuera de durcir le ton, afin de ne pas prendre le risque d'être prise à revers par un aléa comme la vive progression des emplois en janvier. Elle ne peut pas prendre le risque de se dédire et attendra avant de baisser son taux d'intérêt de référence.
- En Europe, la propagation du choc énergétique sur l'ensemble de l'économie est très perceptible dans l'allure du taux d'inflation sous-jacent qui est au plus haut historique. La BCE va continuer de durcir le ton, mais face à un choc de ce type le risque est d'accroître le risque de récession, les entreprises n'ont pas le choix que de remonter leurs prix.
- La bonne nouvelle est la reprise de la production électrique en France. Cela limitera les pressions sur le prix du gaz, réduisant ainsi le risque d'un renouvellement d'un choc énergétique.



VUES STRATÉGIE

Trop c'est trop ?

Les vues principales : toujours plus haut

La bonne tenue de l'économie, certes avec une croissance très médiocre, continue de soutenir un vent d'optimisme sur les marchés. Le point d'inflexion sur l'inflation est à interpréter comme annonciateur de politiques monétaires en phase de stabilisation. Enfin, il semble que beaucoup d'investisseurs soient encore sous-exposés aux actifs risqués et essayent de regagner de l'exposition.

Résultat : une ambiance « risk on » qui dure et qui porte les valorisations à des niveaux tendus, mais pas déraisonnables. Le marché hésite donc entre arguments techniques (les flux), qui poussent à anticiper une tendance qui dure, et des arguments plus fondamentaux nous conduisant à penser que le marché est en train de devenir complaisant.

Actifs risqués : une question de risk-reward

À court terme la baisse de l'inflation *headline* pourrait soutenir les taux, même si nous restons dubitatifs sur la capacité de revenir rapidement à 2 %. Une hausse en fin d'année est probable.

Nous devenons plus prudents sur les actifs risqués. Même si la tendance a de fortes chances de continuer, le potentiel de hausse pour les marchés est très limité. En revanche, en cas de mauvaise nouvelle, la correction pourrait être rapide. Le risk-reward n'incite donc pas à prendre de positions marquées. Nous avons, par exemple, une vue neutre à prudente sur le crédit ou sur les spreads souverains.

POLITIQUE MONÉTAIRE

Des taux encore plus hauts plus longtemps

1 FED : « LE PROCESSUS DE DÉSINFLATION N'EN EST QU'AU DÉBUT »

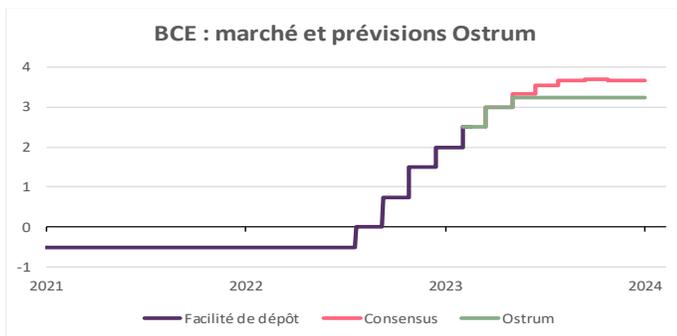
Compte tenu de l'ampleur du resserrement monétaire réalisé depuis mars dernier, la Fed a ralenti le rythme de ses hausses de taux à 25 points de base, le 1^{er} février, pour porter la fourchette d'évolution des Fed funds à [4,5%-4,75%]. À l'issue de cette réunion, Jerome Powell a indiqué que la Fed envisageait encore deux hausses de taux, mais les fortes créations d'emplois et ventes de détail publiées depuis lors pourraient inciter la Fed à procéder à des relèvements supplémentaires. Nous anticipons 2 hausses de taux de 25 pb en mars et mai, le risque étant à la hausse.

2 BCE : « NOUS GARDONS LE CAP JUSQU'À CE QUE LE TRAVAIL SOIT FAIT »

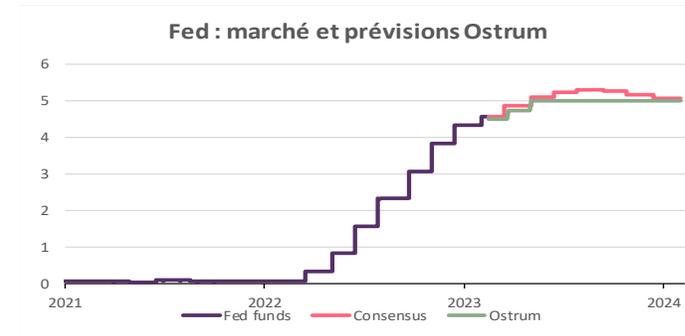
La BCE a relevé ses taux de 50 points de base, le 2 février, pour porter le taux de dépôt à 2,50 %. Elle a également annoncé avoir l'intention de procéder à une nouvelle hausse de 50 pb en mars et à une évaluation de la trajectoire future de sa politique monétaire. L'objet sera donc en mars, à l'aune des nouvelles prévisions de la BCE, de déterminer le rythme de relèvement des taux directeurs à adopter en mai (50 pb ou 25 pb), pour ramener la politique monétaire en territoire suffisamment restrictif et l'y maintenir un certain temps. Nous anticipons une hausse de 50 pb en mars et de 25 pb en mai, avant un statu quo prolongé. Le risque pour la BCE est de devoir relever ses taux de nouveau en fin d'année.

3 KAZUO UEDA À LA TÊTE DE LA BANQUE DU JAPON

L'économiste et ancien membre de la BoJ, Kazuo Ueda, prendra la tête de la Banque du Japon en avril, succédant à Haruhiko Kuroda. Il aura la lourde tâche de normaliser la politique monétaire nipponne après 10 ans de politique extrêmement accommodante. Des ajustements graduels devraient être apportés sur les paramètres de contrôle de la courbe des taux, mais l'abandon de la politique de taux négatifs n'interviendra que lorsque l'inflation sera anticipée comme durablement sur la cible de 2 %. Les négociations salariales de printemps (« shunto ») seront un élément clé à surveiller.



Date	Prev Ostrum	Chg.
16-mars-23	3.00	50
4-mai-23	3.25	25
15-juin-23	3.25	0
27-juil.-23	3.25	0
14-sept.-23	3.25	0
26-oct.-23	3.25	0
14-déc.-23	3.25	0



Date	Prev Ostrum	Chg.
22-mars-23	4.75	25
3-mai-23	5.00	25
14-juin-23	5.00	0
26-juil.-23	5.00	0
20-sept.-23	5.00	0
1-nov.-23	5.00	0
16-déc.-23	5.00	0

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Classes d'actifs

		16-févr.-23	Prévisions	
			mars-23	Dec-23
Souverains internationaux				
Etats-Unis	Fed Funds	4.75	5.00	5.25
	10-ans	3.86	3.3/3.75	4.25
Zone Euro	BCE, dépôts		3.00	3.25
	Allemagne	10-ans	2.48	2.5
		30-ans	2.44	2.9
Japon	10-ans	0.51	0.63	
Grande-Bret.	10-ans	3.50	3.40	
Souverains européens				
France	10-ans	2.94	2.96	3.60
	Spread	46	46	60
Italie	10-ans	4.33		5.50
	Spread	186	170/195	250
Espagne	10-ans	3.44	3.6	4.3
	Spread	96	110	130
Portugal	10-ans	3.36		4.00
	Spread	88	70/100	100

Vues	
<p>Si les perspectives de récession ont été écartées de part et d'autre de l'Atlantique, les discours des banquiers centraux sont restés "hawkish". L'inflation ralentit mais moins vite qu'espéré, appelant à la vigilance des principales banques centrales. Aux Etats-Unis, la résilience de l'économie surprend, alors que l'inflation continue de ralentir. En Zone Euro, le supply qui a été bien absorbé jusqu'à présent reste un risque haussier pour les taux européens. La BoE doit faire face à un dilemme entre récession et inflation. La BoJ attend la fin du cycle de resserrement de la Fed pour mettre fin de manière ordonnée à sa politique de contrôle de la courbe des taux.</p>	
<p>Les programmes d'émissions sont encore chargés, limitant le potentiel de baisse des taux souverains européens. Le test sera l'émission italienne de BTP à 30 ans qui permettra de juger de l'appétit des investisseurs. Pour l'Italie, les niveaux de spread contre l'Allemagne sont particulièrement serrés, notamment sur la partie longue de la courbe italienne, pouvant limiter l'attrait. La perspective d'un relevement de la notation souveraine de la Grèce à "Investment Grade" devrait faire revenir le pays dans de nombreux indices obligataires de référence, pouvant susciter un attrait de la part des investisseurs. Nous privilégions les parties courtes.</p>	

NOS ATTENTES DE MARCHÉ

Classes d'actifs

	16-févr.-23	Prévisions	
		mars-23	Dec-23
Crédit / Spreads			
Euro Inflation Swap 10-ans	2.47	2.40	2.50
Libor OAS Spreads			
IG	81	83	
HY	347	372	
OAS Spreads vs. Souv			
IG	142		140/160
BB	296		350/380
EMBI Spread		425-450	400
Devises/ Actions/ Matières premières			
EUR/USD	1.067	1.08	1.15
Euro Stoxx	4297		3800
Brent Oil Prices	84		100

Vues
<p>Crédit : le rally de début d'année a fait resserrer rapidement les spreads. Le manque de catalyseurs plaide pour une vue neutre, voire un léger écartement des spreads pour l'IG et plus élevé pour le HY.</p> <p>Inflation: l'inflation ralentit mais moins vite que les attentes, bénéficiant à la classe d'actif.</p> <p>Dette externe EM : C'est la seule classe d'actif à avoir atteint rapidement son objectif de programme annuel d'émissions, ce qui constitue un important soutien. Le positionnement des investisseurs . notamment "cross-asset ". reste faible constituant également un soutien.</p>
<p>Le dollar reste stable, reflet de la résilience de l'économie américaine.</p> <p>Nous restons très prudents sur les perspectives boursières de l'année car les marges des entreprises pourraient être sous pression.</p> <p>L'ouverture de la Chine et les sanctions contre la Russie devraient soutenir les cours du brut.</p>

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le 15/04/2022

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018 –

Société anonyme au capital de 48 518 602 euros – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753

Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com